

# Optimale Währung und Zins\*

Von Otmar Issing

Nach dem Vorschlag von Wolfram Engels soll die Real-Asset-Währung zu einer optimalen Geldversorgung führen. Es wird untersucht, inwieweit dieser Anspruch erfüllt wird und welche weiteren Implikationen aus dieser Wahrungskonstruktion resultieren.

Die Kosten der Produktion von Papiergeld sind gering, sie können zur Vereinfachung gleich Null gesetzt werden. Auf der anderen Seite verursacht die Geldhaltung Opportunitätskosten in Höhe des Zinsentganges — vorausgesetzt es herrscht Preisstabilität oder der Zins enthält jeweils einen Zu- bzw. Abschlag in Höhe der erwarteten Preisanderungsrate. Unter diesen Bedingungen liegt die Geldhaltung unter dem sozialen Optimum.

Die Theorie der optimalen Geldversorgung sieht zwei prinzipielle Lösungen für dieses Dilemma<sup>1</sup>:

1. Es wird ein Zins auf die Geldhaltung bezahlt, oder
2. die Geldversorgung wird so gesteuert, daß das Preisniveau mit der Rate der Grenzproduktivität des Kapitals sinkt. über die Preissenkung bringt dann die Geldhaltung eine reale Rendite entsprechend der Realverzinsung des Kapitals.

Der Vorschlag von Wolfram Engels liegt auf der Linie der zweiten Variante optimaler Geldversorgung: Bei einem Geldzins von Null sinken die Güterpreise mit der Rate der Grenzproduktivität des Kapitals, die Rendite aus der Geldhaltung ist gleich der realer Aktiva.<sup>2</sup>

Nach Engels wird dieses Ergebnis erreicht über die staatlich-monopolistische Definition der Geldeinheit als Bruchteil des Marktportefeuilles und eine Notenemission in Konkurrenz zwischen den Banken (mit Einlosungsverpflichtung für die emittierten Noten). Geldschöpfung und Geldvernichtung sind an der Stabilisierung des Preises des Marktporte-

---

\* Referat gehalten vor dem Aussch für Geldtheorie und Geldpolitik. Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Frankfurt, 25./26. Mai 1984.

<sup>1</sup> Siehe etwa: *Johnson* (1976), 133 ff.

<sup>2</sup> *Engels* (1981 a), 9 ff. und passim.

feuilles orientiert. Damit stellt sich die Frage, ob dieses Konstruktionsprinzip genau die Geldversorgung hervorbringt, die der zweiten Bedingung genügt, daß nämlich das Preisniveau mit der Rate der Grenzproduktivität des Kapitals fällt.

### I. Stationäre und wachsende Wirtschaft

In einer stationären Wirtschaft müßte die Geldmenge genau im Ausmaß der Kapitalproduktivität zurückgehen. Die Konstanz des Preises des Marktportefeuilles sichert diesem eine reale Rendite in Höhe der Deflationsrate, gleiches gilt für die Geldhaltung.

Schwierigkeiten wirft dagegen der Fall der wachsenden Wirtschaft auf. Am einfachsten liegt noch die Situation bei Annahme eines Hicks-neutralen technischen Fortschritts. Nehmen die Grenzproduktivitäten des Kapitals und der Arbeit im gleichen Maße zu, müßte das Preisniveau entsprechend stärker sinken, und zwar ist das Sinken des Preisniveaus jetzt zum Teil auf die Erhöhung der Produktion und zum Teil auf die Verringerung der Geldmenge (im Ausmaß der ursprünglichen Grenzproduktivität des Kapitals) zurückzuführen.<sup>3</sup> Konstanz des Preises des Marktportefeuilles bedeutet jetzt wiederum über das Sinken des Preisniveaus eine reale Rendite in Höhe des (gestiegenen) Grenzprodukts des Kapitals.

Im Gegensatz zu den bekannten älteren Ansätzen, nach denen die Geldversorgung so gesteuert werden soll, daß die (nominalen) Faktorpreise konstant bleiben, impliziert der Engelssche Vorschlag für den Fall der stationären Wirtschaft einen Rückgang des Nominallohnes im Ausmaß der Deflationsrate. Im Falle des unterstellten technischen Fortschrittes müßte der Nominallohn ebenfalls in diesem eben beschriebenen Ausmaß sinken — über den stärkeren Rückgang des Preisniveaus sichert die Arbeit ihren Anteil am Produktivitätsfortschritt, der Reallohn steigt entsprechend.

Probleme ergeben sich zunächst bei nicht-Hicks-neutralem technischen Fortschritt. Steigt z. B. nur die Grenzproduktivität des Kapitals, so müßte das Preisniveau wiederum mit der erhöhten Rate der Grenzproduktivität des Kapitals sinken, damit bei gegebenem Preis des Marktportefeuilles dessen reale Rendite gleich der Kapitalproduktivität wird. Gleichzeitig müßte der Nominallohn so weit sinken, daß der Reallohn

---

<sup>3</sup> Nur am Rande sei auf das Problem verwiesen, ob nicht die Annahme einer völligen Flexibilität des Preisniveaus utopisch erscheint. Friedman modifiziert bekanntlich seine Überlegungen zur optimalen Geldmenge wegen der praktischen Schwierigkeiten einer permanenten Deflation. Siehe: *Friedman* (1970), 69 ff.

unverändert bleibt. Das reale Sozialprodukt nimmt in diesem Falle nicht proportional zur Steigerung der Kapitalproduktivität zu, das notwendige Sinken des Preisniveaus (= Rate der — erhöheten — Kapitalproduktivität) kann also nur durch einen entsprechenden Rückgang der Geldmenge erreicht werden. Doch wie soll diese Bedingung im Konzept von Engels erfüllt werden?

Bleibt dagegen die Kapitalproduktivität konstant und erhöhet sich nur die Arbeitsproduktivität, dürfte die Deflationsrate sich infolge des technischen Fortschritts nicht ändern, sondern müßte gleich der (konstanten) Rate der Kapitalproduktivität bleiben, damit die reale Rendite sich ebenfalls nicht ändert. Damit stellt sich aber die Frage, wie es bei konstantem Preis des Marktportefeuilles zu der Zunahme der Geldmenge (genauer gesagt Verringerung der Abnahme der Geldmenge) kommt, die den Einfluß der Produktionsausdehnung auf das Preisniveau gerade kompensiert.

ähnliche Probleme ergeben sich bei Wachstum infolge einer nicht-proportionalen Zunahme der Faktorausstattung. In den genannten Fällen führt m. E. eine Geldmengenregulierung nach dem „Engelsschen Prinzip“ zu einer Verzerrung der Faktorpreisrelationen und damit zu einer Nicht-Neutralität des Geldes, ja es scheint auch fraglich, ob die eingangs genannten Bedingungen erfüllt sind, d. h. ob die Geldmenge sich den von der Produktionsseite ausgehenden Veränderungen jeweils „automatisch“ so anpat, daß die Preisanderungsrate gleich der Rate der Kapitalproduktivität ist.<sup>4</sup>

## II. Zins- und gewinnlose Wirtschaft?

überraschend — so nennt Engels selbst die Implikationen seines Wahrungsvorschlages.<sup>5</sup> In einer Zusammenfassung seines Buches „aus einem anderen Blickwinkel“ schreibt er: „Im Modell der Asset-Währung kommt nun tatsächlich explizit kein Zins mehr vor, und diese zinslose Wirtschaft ist zudem sowohl unter Allokations- wie unter Stabilitatsgesichtspunkten der heutigen Wirtschaft überlegen“ . . . „Im Modell der Asset-Währung tritt nun auch kein (expliziter) Gewinn mehr auf. Alle expliziten Einkommen sind Arbeitseinkommen.“<sup>6</sup>

Die Tatsache, daß kein „expliziter“ Zins auftritt, macht nun aber eine Wirtschaft nicht zur „zinslosen“ Wirtschaft — in dieser müßte der Allo-

---

<sup>4</sup> Offen bleibt dabei auch die Frage, inwieweit Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das Auftreten von Geldsubstituten die Preisanderungsrate und damit die reale Verzinsung beeinflussen.

<sup>5</sup> Engels (1981 a), 9.

<sup>6</sup> Engels (1981 b), 7 und 8. Siehe auch: Engels (1982), 37 f.

kationsprozeß alles andere als optimal verlaufen, Kapital würde dann nämlich wie ein freies Gut behandelt. Der Zins „verschwindet“ nach dem Engelsschen Vorschlag nur als monetäre explizite Größe, er bleibt jedoch als Realzins erhalten; jeder Besitzer von realen Aktiva erhält eine Rendite in Form von Wertsteigerungen seines Vermögens im Umfang der Deflationsrate. Es wäre schließlich auch merkwürdig, wenn zwar die Geldbesitzer, nicht aber die Besitzer von Realvermögen eine reale Rendite erhielten.<sup>7</sup> Die Aussage, daß in dieser Wirtschaft der Anteil der Arbeit am Volkseinkommen 100 % beträgt<sup>8</sup>, bestreitet nun aber die Existenz des Zinses in jeglicher Form. Setzt man jedoch die Grenzproduktivität des Kapitals definitionsgemäß gleich Null, dann kann es auch keine reale Verzinsung über ein Sinken des Preisniveaus geben.

Die Annahme der gewinn- und verlustlosen Produktion folgt schließlich aus der Voraussetzung des totalen Gleichgewichts bei vollständiger Konkurrenz auf allen Märkten. Mit der Ausformung der Geldordnung hat das „Verschwinden der Gewinne“ nur insoweit zu tun als die Art der Geldversorgung darüber entscheidet, ob Gewinne aufgrund der Nicht-Neutralität des Geldes entstehen oder nicht.<sup>9</sup>

### III. Weitere Implikationen

Die Real-Asset-Währung bietet vollständige Sicherheit und Liquidität, sie ist beliebig teilbar und garantiert die gleiche Verzinsung wie Realkapital — sie ist folgedessen eine „unschlagbare Anlage“, private Anleger werden daher nur Geld als materielles Vermögen halten. Engels fordert Konkurrenz zwischen privaten Banken für die Notenausgabe, da sonst alle realen Aktiva (Beteiligungstitel) bei der Notenbank konzentriert wären, eine mit einer marktwirtschaftlichen Ordnung unvereinbare Lösung.<sup>10</sup>

Die gleiche Überlegung wie für die privaten Nichtbanken stellt sich jedoch auch für private Banken: worin sollte für diese der Grund lie-

<sup>7</sup> Nachdem allein Geld unmittelbare Kaufbereitschaft verleiht, ist der Geldbesitz aufgrund dieser Liquiditätsprämie bei gleicher Realverzinsung ohnehin attraktiver. Im Gegensatz dazu: *Engels* (1981 a), 112.

<sup>8</sup> *Engels* (1981 a), 10 und 43. Mit dieser Formulierung wird auch die Existenz des Zinses als implizite Größe bestritten und der Anspruch der Arbeit auf die gesamte Wertschöpfung erhoben — nur von daher ist auch der Hinweis auf die (a-)moralische Seite des Zinsnehmens zu verstehen; denn man kann wohl nicht unterstellen, die von Engels bemühten Religionsgründer ließen sich durch das bloße Verschwinden des Zinses als explizite Größe täuschen. Siehe dazu den Schluß des Beitrages von Engels in diesem Heft.

<sup>9</sup> Siehe dazu auch: *Carrell* (1968), 95 ff.

<sup>10</sup> *Engels* (1981 a), 126.

gen, andere Vermögenstitel als die Real-Asset-Währung zu halten, wenn es keinen Unterschied in der Verzinsung gibt, die Real-Asset-Währung als Geld aber gleichzeitig den höchsten Grad an Liquidität verkörpert?

Die zusätzliche Eigenschaft, Zahlungsmittel zu sein, macht das Geld in Abwesenheit einer Liquiditatspremie zu einem konkurrenzlosen Aktivum — über den Wettbewerb von privaten Banken läßt sich die Ausgabe dieses Geldes kaum organisieren.

Dies gilt um so mehr, als die Real-Asset-Währung zwar das Risiko für den einzelnen Anleger (= Geldhalter) beseitigen könnte, nicht aber das aus Investitionen im realen Sektor resultierende Risiko für das einzelne Unternehmen und damit für die Anlage in Beteiligungstiteln. Dies hätte wiederum zur Folge, daß die Vermögensanlage in Form von Beteiligungstiteln weniger vorteilhaft als der Besitz von Geld wäre. Bei gleicher Rendite dieser beiden Vermogensformen kann man sich schwer vorstellen, wovon der Anreiz zur Gründung einer Bank und Ausgabe dieses Geldes ausgehen sollte.

### **Zusammenfassung**

In der Real-Asset-Währung von Wolfram Engels soll das Preisniveau mit der Rate der Grenzproduktivität des Kapitals sinken. Es wird gezeigt, daß dieses Prinzip im Falle einer wachsenden Wirtschaft nicht gesichert erscheint.

Der Zins wird in diesem System nur als explizite Erscheinung eliminiert, als reale Größe bleibt er jedoch von der Art der Geldversorgung unbeeinflusst. Die Real-Asset-Währung ist ihrer Konstruktion nach ein konkurrenzloses Aktivum. Es bleibt ungeklärt, worin der Anreiz für die private Ausgabe dieser Währung liegen soll.

### **Summary**

According to Wolfram Engels the real-asset-money causes prices to fall with the rate of the marginal productivity of capital. It is shown that this principle is not secured in the case of a growing economy.

In this system the interest rate is eliminated only in its explicit form, it is unchanged by the method of money creation as a real variable. The real-asset-money is an unbeatable investment. Where is the incentive for private banks to create this money?

**Literatur**

- Carell, E.* (1968), *Unternehmergewinn und Arbeitslohn*, zweite Auflage. Berlin.
- Engels, W.* (1981 a), *The Optimal Monetary Unit*. Frankfurt/M.
- (1981 b), *Währungsmonopol und Notenemissionskonkurrenz*. Manuskript, Juli 1981.
- (1982), *Die Realassetwährung — Währungsmonopol bei Notenemissionskonkurrenz*, in: J. Starbatty (Hrsg.), *Geldordnung und Geldpolitik in einer freiheitlichen Gesellschaft*. Tübingen, 35 - 43.
- Friedman, M.* (1970), *Die optimale Geldmenge*, in: ders., *Die optimale Geldmenge und andere Essays*. München.
- Johnson, H. G.* (1976), *Beiträge zur Geldtheorie und Währungspolitik*. Berlin.